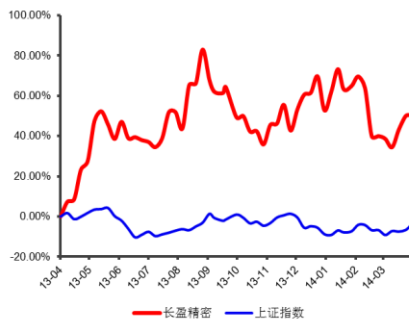


2014年3月31日

——长盈精密（300115.SZ）深度报告

评级：推荐

52周走势



相关研究报告

报告作者

杨春柳

执业编号：S0590512080001

联系人

牧原

电话：0510-82833217

Email: muy@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **需求提升、产能吃紧、金属构件即将加速。**需求表现在三方面：1、从发展曲线来看，金属外壳在手机中的渗透率超 10%，进入快速发展阶段；2、在苹果带动下，越来越多的智能手机已经或计划采用金属外壳；3、穿戴式设备持续火热，多只产品采用金属边框等构件。产能方面：目前台湾大厂基本被苹果占据，余下的产能有限，三星 S5 本来有采用金属外壳的方案，因担心供货能力未实施。长盈 CNC 设备从去年初的 400 台扩至去年底的 1000 台，还不到全球产能的 2%，产能消化比较确定，进一步的发展空间也足够，因此金属构件业务将加速增长。
- **主营业务空间广阔，长期发展前景光明。**公司主要业务的市场规模都很大，客观上具备长期持续发展的条件。连接器应用广泛、全球市场规模约 500 亿美元，在电子元器件行业中仅次于半导体和 PCB。金属构件在各种智能终端中渗透，市场规模超过 330 亿美元。
- **技术全面能力优秀，具备国际竞争力。**公司是行业内稀缺的前后一体化生产的厂商，精密加工技术非常全面，并且在模具、锻压加工等关键技术方面能力出色，在与国际领先企业的竞争中占据了一席之地，主要客户包括三星、华为、中兴、联想等国内外著名品牌。
- **公司处于预期低谷，即将得到业绩证明。**2012 和 2013 年公司连续不达预期，虽然营收分别增长 56.1%和 41.2%，但净利润只增长 17.9%和 18.2%，主要是由于前两年公司的金属构件业务处于投入期，连接器和屏蔽件的毛利率则由于市场的成熟而大幅下降，另外人工成本、折旧费用都较高；今年金属构件业务初具规模，随着产能利用率提高、规模效应显现、中框组件提升单台价值，金属构件业务的盈利能力将有较大提高，同时连接器和屏蔽件的毛利率虽会下滑但幅度会收窄，折旧的影响也将随着规模上升而减弱，释放业绩的确定性较高。
- **给予“推荐”评级。**预计 14-16 年净利润为 3.74、5.41、6.96 亿元，同比增长 66.1%、46.8%、28.8%，EPS 分别为 1.43、2.10 和 2.70 元，对应目前股价，PE 分别为 23.2、15.8、12.3 倍，估值低于可比公司平均水平，同时业绩高速增长，因此给予 14 年 30 到 33 倍估值，目标价 43 到 47 元，给予推荐评级。
- **风险因素：**公司管理或执行力不到位。

目 录

目 录	2
图表目录	3
1. 金属构件即将加速，主营业务空间广阔	4
2. 需求提升产能吃紧，金属构件加速增长	6
2.1 金属构件需求加速提升	6
2.2 主要产能被苹果占据，缺口较大	8
2.3 规模效应及高价值组件提升盈利能力	9
3. 主营业务空间广阔，长期发展前景光明	10
3.1 连接器应用领域广泛	10
3.2 金属构件空间巨大	11
3.3 LED 支架受益产业回暖	12
4. 技术全面能力优秀，具备国际竞争力	14
4.1 垂直一体化加工，核心技术水平先进	14
4.2 与国际巨头竞争、覆盖众多优质客户	15
5. 盈利预测	17
6. 估值与投资建议	18
7. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司历年分产品收入及增速 (百万元)	4
图表 2: 公司 2013 年分产品收入占比	4
图表 3: 公司 2013 年分产品营业利润占比	4
图表 4: 公司短期和长期的成长因素	5
图表 5: 公司处于预期低谷, 将迎来业绩释放和估值提升	5
图表 6: 智能手机金属外观件进入加速发展区域	6
图表 7: 苹果引领智能终端外观潮流	7
图表 8: 可穿戴设备市场空间 (万台)	7
图表 9: 2013 年金属外观件在高端智能手机中形成潮流 (包括外壳、边框)	8
图表 10: 全球 CNC 产能 (台)	9
图表 11: 低价值零件组装成高价值的中框组件	10
图表 12: 连接器应用领域	11
图表 13: 连接器市场空间 (亿美元)	11
图表 14: 智能手机和平板电脑增速	11
图表 15: 智能手机金属外观件渗透率	11
图表 16: 金属构件市场规模估算 (2015 年)	12
图表 17: LED 精密支架产品	12
图表 18: LED 精密支架结构	12
图表 19: LED 精密支架市场空间	13
图表 20: 贴片式 LED 精密支架市场空间	13
图表 21: 自主模具开发优势明显	14
图表 22: 几种金属加工方式的比较	14
图表 23: 中国移动终端电磁屏蔽件市场份额	16
图表 24: 中国移动终端连接器市场份额	16
图表 25: 2013 年公司前五大客户的营收及比例	16
图表 26: 分产品盈利预测	17
图表 27: 可比公司估值	18
图表 28: 历史 PE	18
图表 29: 历史 PB	18

1. 金属构件即将加速，主营业务空间广阔

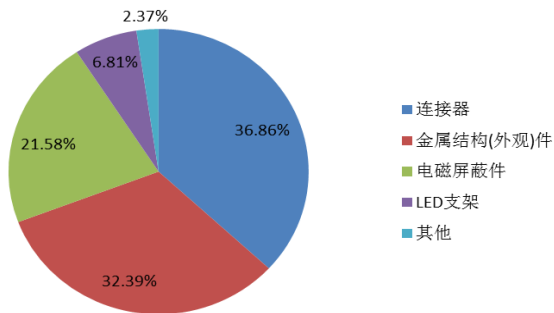
长盈精密自公司设立以来，一直专注于电子产品精密零组件的开发、设计和制造，以模具制造及金属加工能力为基础，契合市场需求不断推出新产品，业务规模持续快速上升，目前形成三大主营业务：连接器、屏蔽件、金属构件。

图表 1：公司历年分产品收入及增速（百万元）

营业收入(百万元)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
手机及通讯产品连接器	102.36	122.98	125.12	188.38	326.79	477.17	635.74
增速(%)	--	20.1%	1.7%	50.6%	73.5%	46.0%	33.2%
手机及移动通信终端金属结构(外观)件	--	--	--	--	119.41	314.40	558.61
增速(%)	--	--	--	--	--	163.3%	77.7%
手机及无线上网卡电磁屏蔽件	76.02	116.25	139.77	206.90	291.25	329.28	372.20
增速(%)	--	52.9%	20.2%	48.0%	40.8%	13.1%	13.0%
LED精密封装支架	--	--	0.91	35.47	28.04	71.55	117.46
增速(%)	--	--	--	3797.8%	-20.9%	155.2%	64.2%
其他	3.14	4.38	9.04	14.95	17.11	29.33	40.85
增速(%)	--	--	--	65.4%	14.4%	71.4%	39.3%
手机滑轨	--	--	1.19	30.71	--	--	--

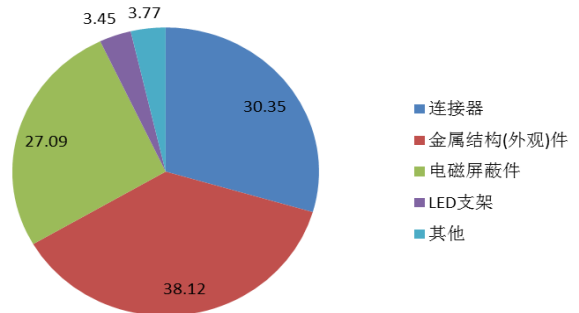
数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 2：公司 2013 年分产品收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 3：公司 2013 年分产品营业利润占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

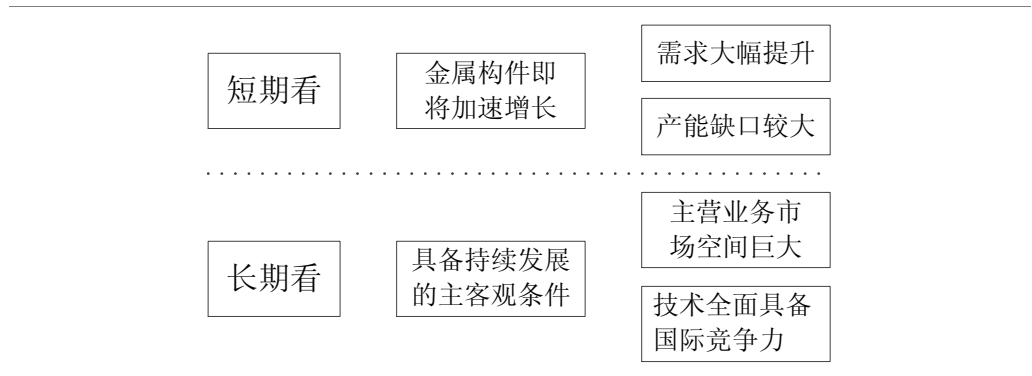
从公司所处行业的需求、空间以及自身的竞争力来看，长盈精密具备短期业绩爆发以及长期持续增长的条件。

短期看：金属构件近年来随着智能手机、平板电脑、超极本的普及和渗透率的提高，迅速成为公司主要业务之一，尤其是金属外壳及边框在智能手机中的渗透率有加速上升的迹象，公司已完成产能扩充，将进入高增长阶段。

长期看：几项主要业务的市场规模都非常大，例如连接器全球市场规模约 500 亿美元，是仅次于半导体和 PCB 的第三大零部件行业，金属结构（外观）件 2015 年预计市场规模达 330 美元；公司技术全面并且核心加工能力达到行业先进

水平，虽然目前规模较小，但在与国际巨头的竞争中已经占据一定的市场份额，潜力非常大。

图表 4: 公司短期和长期的成长因素



数据来源：国联证券研究所整理

2012 和 2013 年公司连续不达预期，虽然营收分别增长 56.1%和 41.2%，但净利润只增长 17.9%和 18.2%， 主要是由于前两年公司的金属构件业务处于投入期，连接器和屏蔽件的毛利率则由于市场的变化而大幅下降，另外人工成本、折旧费用都较高；今年金属构件业务初具规模，随着需求加速、产能利用率提高、规模效应显现、中框组件提升单台价值，金属构件业务在营收大幅增长的同时盈利能力也将有较大提高，同时连接器和屏蔽件的毛利率虽下滑但幅度会收窄，折旧的影响也将随着规模上升而减弱，因此释放业绩的确定性较高，同时随着业绩的确认估值也将恢复性提升。

图表 5: 公司处于预期低谷，将迎来业绩释放和估值提升

	2012年 低于预期 营收增长56.1% 净利增长17.9%	2013年 低于预期 营收增长41.2% 净利增长18.2%	当前: 预期低谷 估值低谷 股价低谷	2014年中后期 业绩释放 估值提升
金属结构件	刚起步，良率、产能都不稳定，需求增长也不明显	扩产期，产能利用率及良率爬坡		需求加速，产能初具规模，中框组件提升单台价值
连接器、屏蔽件	华为中兴等去库存，毛利率大幅下降	增长较稳定，毛利率略有下滑		预计保持稳定增长，毛利率略有下滑
费用	人力成本上升、折旧费用上升	人力成本上升、折旧费用上升		费用仍会上升，但由于规模效应折旧等的影响降低

数据来源：公开资料，国联证券研究所整理

2. 需求提升产能吃紧，金属构件加速增长

长盈精密的金属构件主要用于手机、平板、笔记本（含超极本）、数码相机、智能手表等可穿戴设备等，产品形式包括金属外壳、金属边框以及内部金属结构件。

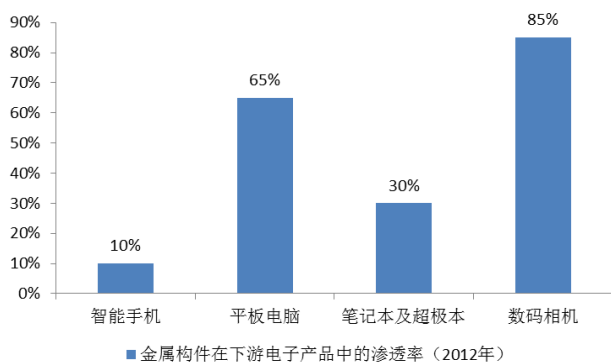
2.1 金属构件需求加速提升

首先，从使用金属构件的几种下游产品来看，数码相机和笔记本作为传统产品有萎缩趋势，超级本目前也没有起来的迹象，平板电脑虽然增速较快，但金属构件的渗透率已较高，而智能手机使用金属外壳等构件的比例还比较低，有很大的发展空间，另外可穿戴设备渐成趋势，虽然将来的产品形式可能还会有较大变化，但是长期潜力不容忽视。因此金属构件的需求提升短期来自在智能手机渗透率的上升，长期可以期待可穿戴设备的发展潜力。

越来越多的智能手机使用金属机壳、边框等外观件，这是金属构件短期加速增长的主要因素。这可以从两方面来看：

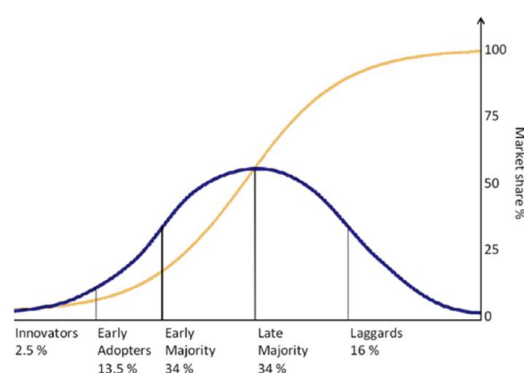
一方面，从新技术或新事物的发展路径来看，社会学教授埃弗雷特·罗杰斯（Everett Rogers）在《创新的扩散》（Diffusion of Innovations）一书中描述新技术新事物的发展往往会遵循特定的曲线。根据这个曲线，一旦新技术新事物被采用的渗透率达到10%左右之后，会进入加速上升阶段。而金属外观件在智能手机中的渗透率已经超过10%，进入加速发展的阶段。

图表 5：金属构件在下游产品中的渗透率



资料来源：网络资料，国联证券研究所

图表 6：智能手机金属外观件进入加速发展区域



资料来源：《创新的扩散》（Diffusion of Innovations）

另一方面，从实际使用情况看，金属外观件在智能手机中的使用从过去的形单影只逐渐有大众化的趋势，2012年之前只有个别厂家的零星机型使用金属

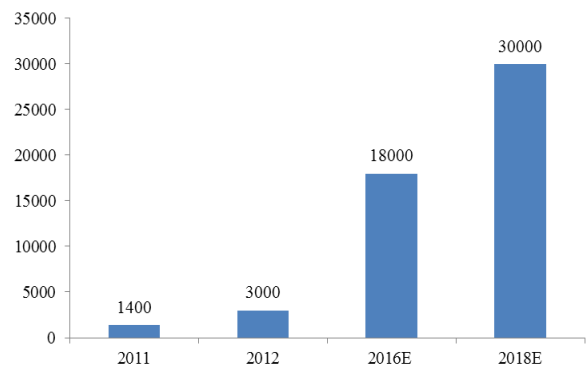
外观件，但 2012 年之后在苹果的带动下，越来越多的公司推出金属外壳智能手机，2013 年除了苹果以外有 6 家以上的公司推出金属外壳或边框的机型，2014 年三星也有望加入此阵营，这些都在事实上佐证了金属外壳正在加速向智能手机渗透。由于智能手机普及率很高，2013 年销量已近 10 亿只，而且未来几年的增速仍在两位数，因此对于金属构件需求的提升非常大。

图表 7: 苹果引领智能终端外观潮流



资料来源：网络资料，国联证券研究所

图表 8: 可穿戴设备市场空间 (万台)



资料来源：BI，国联证券研究所

2013年4寸以上屏幕的智能手机已经占到了智能手机总出货量的60%，而绝大部分智能手机产品的厚度均在9mm以内，这对结构件的支撑强度提出了更高的要求。在机身更大更薄的同时为了提高更多的支撑强度和外观质感，手机的主结构件金属化的趋势在2013年非常明显，镁合金、铝合金和不锈钢等材质在智能手机终端结构件的应用比例大幅增加。尤其苹果公司凭借引领时代潮流的一体化金属机身，始终在高端智能移动终端市场占据较大份额，市场对一体化金属机身的高接受度带动了大量品牌厂商在这一领域跟进。CNC精加工、压铸技术和金属模内注塑技术在2013年的产能需求也随之大幅上升。

更长远点看，可穿戴设备机会也不小，虽然目前还缺乏明星产品和杀手级应用，今年将推出的 iwatch 也不能确定是否会改变这个状态，不过从解放双手及健康服务的角度看，可穿戴设备应该是长期的趋势，将来的产品形式可能还会有较大变化，但整体的市场空间值得期待，预计 16 年销量达 1.8 亿只，由于可穿戴设备的形状不规则，金属外观及结构件也多了一个有长期机会的领域。

图表 9：2013 年金属外观件在高端智能手机中形成潮流（包括外壳、边框）



数据来源：网络资料，国联证券研究所

2.2 主要产能被苹果占据，缺口较大

金属构件的需求在加速增长，但相应的产能却比较紧张。CNC 即计算机数字控制机床，是在程序控制下自动操作刀具对金属材料进行铣切削和钻孔，是金属材质加工的重要技术手段，因此一般通过 CNC 的台数来估算产能情况。

目前金属机壳及边框的绝大部分产能在台湾，主要供应商包括：可成科技股份有限公司、富士康集团鸿准精密模具有限公司、富士康、和硕旗下的日腾等。可成主要为 Macbook 以及 ipad 供应金属外壳，鸿准主要为 iPhone 供应金属外壳，由于苹果的量很大，这几大公司的产能基本被苹果占据。

CNC 产能 80% 以上被苹果消耗，而从目前对下一代 iPhone 的期待来看，普遍认为会有较大创新，今年 iPhone 的销量很可能会有 20% 左右的增长，同时现在计划采用金属机壳的厂家越来越多，产能就显得非常吃紧，三星 Galaxy S5 原本有计划采用金属机壳，却因为考虑到供应商产能难以满足其出货量的需求而暂时放弃。

另一方面，台湾大厂主要仍为满足苹果供货，大幅扩产动力不足。智能终端的创新持续不断，金属外观很可能也只是阶段性的选择，3 到 5 年之后存在很大变数，因此这些厂商在已经拥有巨量 CNC 设备的基础上，继续大量采购

CNC 设备的风险非常大，实际上在富士康等代工厂就有部分设备是苹果提供的，2011 年苹果在中国拥有 26.13 亿美元的“长期资产”，这些长期资产主要就是鸿海等代工厂中贴上“苹果财产条”的 CNC 设备和一些特殊加工设备。

图表 10: 全球 CNC 产能 (台)

公司	2013年	占比	说明
可成	16000	29.09%	给苹果供货为主
富士康	15000	27.27%	
鸿准	8000	14.55%	
捷普	10000	18.18%	
日腾	5000	9.09%	
长盈精密	1000	1.82%	三星相机、笔记本、智能手表

数据来源：公开资料，国联证券研究所整理

而长盈精密这样产能基数小的公司却有着非常大的灵活性，2013 年初还只有 400 台 CNC，2013 年底完成 1000 台 CNC 的扩产，占全球产能仍不到 2%，即使几年后智能终端的外观材料出现新的变化，这样的产能还能通过其他产品和业务来消化。

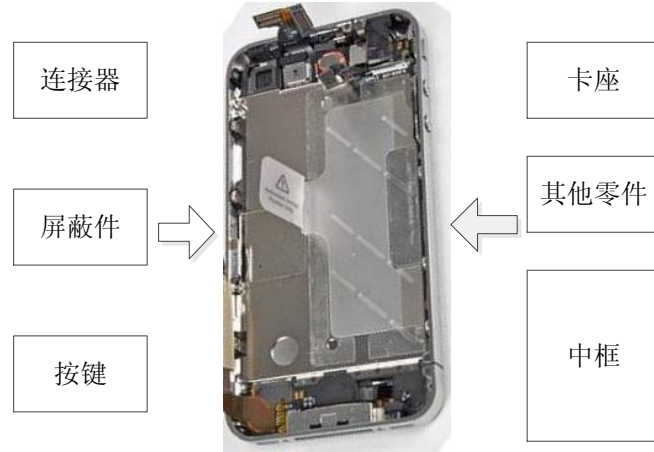
如果仅从产能来简单估算，13 年是 400 台 CNC，13 年底达到 1000 台 CNC，今年金属构件的收入将有 100% 以上的增长。

2.3 规模效应及高价值组件提升盈利能力

2013 年金属结构(外观)件毛利率有较大下滑，从 12 年的 42% 下降到 36.9%，一方面生产规模较小，新设备投入需要磨合调试的阶段，另一方面新产品导入期的良率也有波动。到 13 年底新设备已经完成调试和试生产，良率比较稳定，产能利用率也将提高，同时 1000 台 CNC 的规模效应也逐渐显现，有助于摊薄新产品及模具开发等初期成本，因此今年金属结构件的毛利率预计稳重有升。

电子产品明显向模块化发展，智能终端也是如此。终端厂家希望上游零部件供应商提供更加模块化的组件，从而提高生产效率降低总体成本；零部件供应商将零散的零部件和中框、后盖等组装成中框组件和后盖组件等模块化的组件，再供给终端厂家，能够获得更多的利润，两者实现双赢。例如三星的 Galaxy S4 手机，长盈精密的连接器、屏蔽件、以及其他零件价值约 15 元，把这些零部件和中框组装成中框组件，组件的价格为 60 元。扣除相应的组装生产成本，仍有较大的利润提升。

图表 11: 低价值零件组装成高价值的中框组件



数据来源: 网络资料, 国联证券研究所整理

2013 年公司在金属构件加工方面进步很大, 成功研发并量产了多款引领消费潮流的产品, 其中包括全球最薄的手机金属外观件。去年公司 CNC 切削方式加工的金属外观件销售收入突破 2.2 亿元, 同比增长超过 200%; 智能手表金属外观件 140 万件, 位列全球第一, 销售收入达 1.4 亿元。

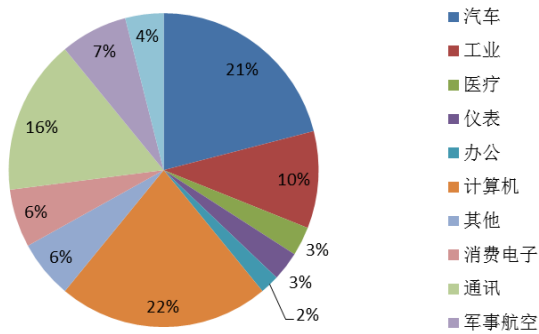
3. 主营业务空间广阔, 长期发展前景光明

长盈精密的几个主要业务的市场规模都很大, 客观上具备长期持续发展的条件。

3.1 连接器应用领域广泛

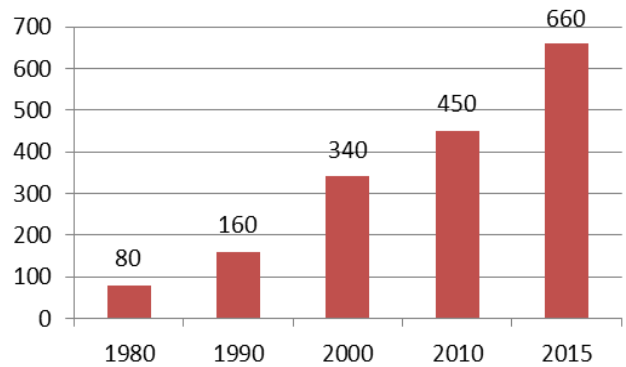
连接器广泛应用于计算机、汽车、通讯、工业、消费电子等几乎所有电子下游产业, 目前全球市场规模约 500 亿美元左右, 在电子元器件行业中仅次于半导体和 PCB。

图表 12: 连接器应用领域



资料来源: Bishop&Associates, 国联证券研究所

图表 13: 连接器市场空间 (亿美元)



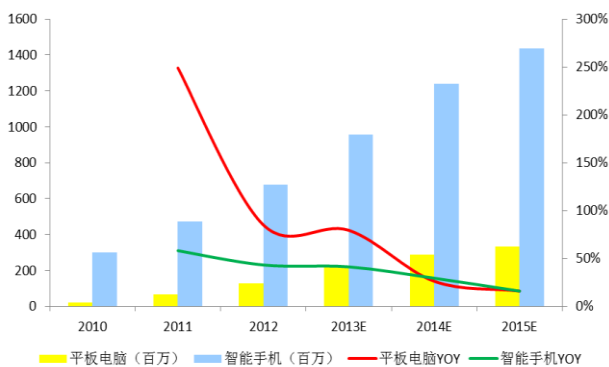
资料来源: Bishop&Associates, 国联证券研究所

中国连接器市场占全球市场份额 1999 年是 4%，2010 年上升到 20%，近几年中国经济保持快速发展、电子产业也出现向大陆转移的趋势，因此现在的比例肯定更高，即使按 20% 来算，国内连接器市场目前也有 100 亿美元（600 亿人民币）的规模。

3.2 金属构件空间巨大

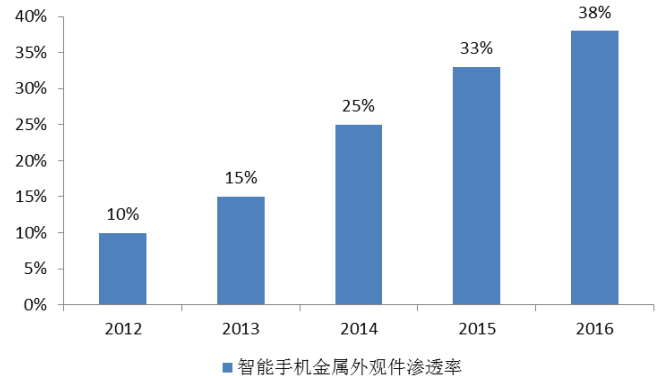
金属构件主要应用于智能手机、平板、笔记本（含超极本）、数码相机、智能手表等可穿戴设备等，其中智能手机和平板电脑在基数很大的基础上仍将保持一定的增速，笔记本和数码相机市场则有所萎缩，可穿戴设备基数虽小但潜力很大，综合估算金属构件的市场规模不亚于连接器。

图表 14: 智能手机和平板电脑增速



资料来源: Gartner 等, 国联证券研究所整理

图表 15: 智能手机金属外观件渗透率



资料来源: 中国产业信息网, 国联证券研究所

根据各种智能终端的销量、金属构件的渗透率、以及单台价值的估计值，

可以简单估算出 2015 年金属构件的市场规模超过 330 亿美元(2000 亿人民币)。

图表 16: 金属构件市场规模估算 (2015 年)

智能终端	销量 (亿只)	渗透率	金属构件单台 价值 (美元)	市场规模 (亿美元)
智能手机	14	33.0%	26	120.12
平板电脑	3.6	65.0%	40	93.6
笔记本及超极本	3	35.0%	110	115.5
可穿戴设备	1	35.0%	10	3.5
总计				332.72

数据来源: 公开资料, 国联证券研究所整理

3.3 LED 支架受益产业回暖

LED 支架是 LED 灯珠在封装之前的底基座, 在 LED 支架的基础上, 将芯片固定进去, 焊上正负电极, 再用封装胶一次封装成形。

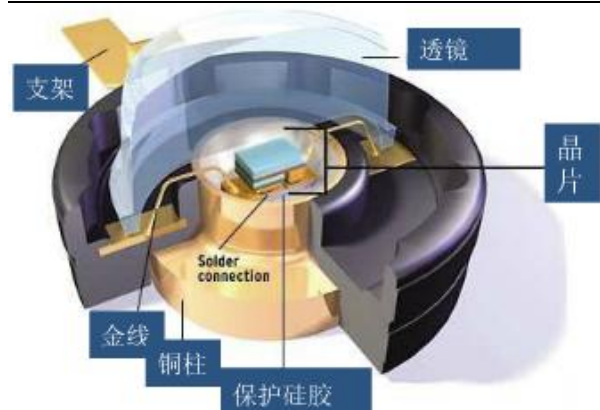
因为铜的导电性很好, LED 支架一般是铜做的(也有铁材, 铝材及陶瓷等), 支架上面有引线, 来连接 led 灯珠内部的电极, LED 灯珠封装成形后, 灯珠即可从支架上取下, 灯珠两头的铜脚即成为了灯珠的正负极, 用于焊接到 LED 灯具或其它 LED 成品。

图表 17: LED 精密支架产品



资料来源: 公司招股说明书, 国联证券研究所

图表 18: LED 精密支架结构

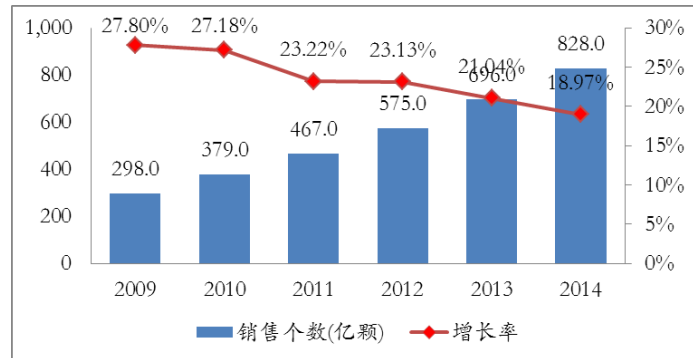


资料来源: 网络资料, 国联证券研究所

从 2012 年冬季开始, LED 行业开始明显回暖, LED 背光渗透率超过 90%, 照明需求逐步打开, LED 市场信心指数大幅回升。仅按背光市场需求来算, 2012 年手机、笔记本电脑、台式电脑以及液晶电视对 LED 灯珠的需求总量就有 575

亿颗，而照明的需求更大。2013 年，随着 LED 市场需求大幅增加，LED 支架行业保持 20% 左右的增长率，预计 2014 年销售个数达到 828 亿颗。

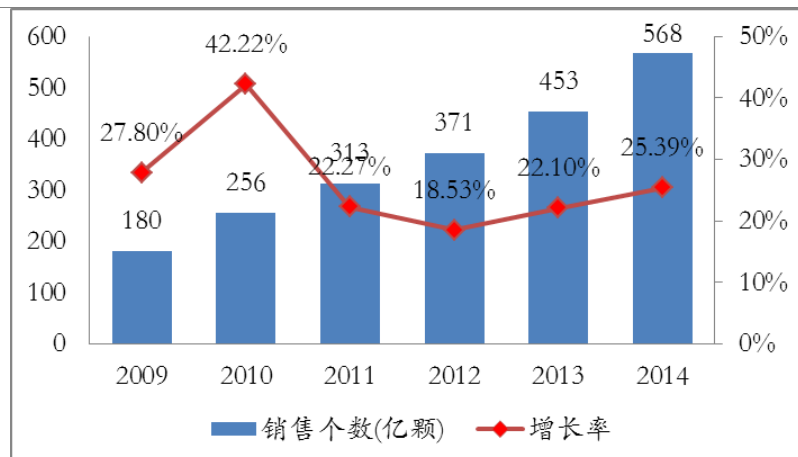
图表 19: LED 精密支架市场空间



数据来源: 公司招股说明书, 国联证券研究所

长盈精密主要生产贴片式 LED 精密支架产品，应用于 3C 产品背光模组、LED 照明等多种领域。LED 支架一般有直插型、食人鱼型、贴片型、大功率型这几种，其中贴片式封装支架大约占到 40%-60% 的市场份额，从技术的更替来看，引脚式（包括直插式和食人鱼式）将在未来几年内逐步被贴片式取代。过去几年国内表面贴装式 LED 精密支架需求量保持了 30% 左右的增速，增长势头十分强劲。预计贴片式 LED 精密支架的需求量将从 2009 年的 180 亿只增长到 2014 年的 568 亿只。如果按照每只 0.05 元计算，市场规模约 28 亿人民币。

图表 20: 贴片式 LED 精密支架市场空间



数据来源: 公司招股说明书, 国联证券研究所

公司的 LED 精密支架产品得到佛山国星光电、锐拓显示、中宙光电、百年

光电、吉华光电、佛山蓝箭、北京京东方等多家 LED 封装厂商的认证并批量供货。受益于行业景气，2013 年公司 LED 精密支架销售收入达人民币 1.17 亿元，同比增长 64%，今年将继续保持高速增长。

4. 技术全面能力优秀，具备国际竞争力

公司是行业内稀缺的前后一体化生产的厂商，精密加工技术非常全面，并且在模具、锻压、CNC 加工等关键技术方面能力出色，在与国际领先企业的竞争中占据了一席之地，主要客户包括三星、华为、中兴、联想等国内外著名品牌。

4.1 垂直一体化加工，核心技术水平先进

公司已完成多条产品线的垂直一体化，具备了模具、CNC、锻压、压铸、冲压、铝挤、粉末冶金、阳极氧化等全面的加工工艺技术，既降低了生产成本，也加快了响应速度。同时，公司在模具、锻压、CNC 等关键技术上能力突出，具备很强的竞争力。

公司一直以模具加工精度为自己的核心能力，模具工艺是精密制造的核心环节，往往决定着整个产品性能。据统计，金属零件粗加工的 75%、精加工的 50% 和塑料零件的 90% 是用模具加工完成的，因此，模具也被称为“工业之母”。

图表 21: 自主模具开发优势明显

模具	成本	速度
自主开发	6-20 万元	平均: 30-40 天 先进水平: 20 天
外包外协	50-100 多万元	40-50 天

资料来源: 公开资料, 国联证券研究所整理

图表 22: 几种金属加工方式的比较

	原理	特点
压铸	将金属材料在高温高压条件下融化并注入成型模具中自然成型	强度较差, 只能加工铝合金, 表面处理只能做喷涂, 只能做出黑色;
冲压	使用冲床将金属材料用合适的冲压模具冲压成型	只能做形状简单、均匀厚度的产品, 适合做板材成型
锻压	将金属材料加热到一定温度然后使用工具锻打成型	可以做形状复杂壁厚不规则的产品, 铝合金和不锈钢都可以处理, 产品强度高, 可以做各种表面处理, 包括喷涂、真空镀、阳极氧化等, 更加美观。

资料来源: 公开资料, 国联证券研究所整理

模具自主开发, 不仅降低成本, 而且加快了响应速度, 在竞争中优势明显。模具在新品开发中成本最高, 如果外包, 一套模具需要 50 万元-100 多万元, 而

自主开发的成本大约 6 万元-20 万元；开发周期方面，如果外包，可能会达到 40-50 天，而自主开发的周期行业平均约 30-40 天，先进水平可以达到 20 天。模具精度也决定了产品的盈利能力，例如精度 2um 的产品比精度 5um 的产品毛利率要高 10% 以上。

目前我国专业模具企业约有 2 万多家，但精密模具企业只占 5%，而真正能够达到微米级技术水平精密模具的企业不足千分之一。长盈精密的模具加工精度在不断进步，由一开始的 5um 逐渐提升到了 2 um，现在达到 1um，成为少数达到国际先进水平的国内企业，模具设计开发的周期也缩短为 20 天以内，其中标准精密模具的生产周期缩短为 7 天，竞争力很强。

公司的锻压技术也比较成熟，锻压、冲压、压铸是金属结构件常见的 3 种处理方式：压铸是将金属材料在高温高压条件下融化并注入成型模具中自然成型，只能加工铝合金，不能加工不锈钢，强度较差，另外表面处理只能做喷涂，所以只能做出黑色；冲压是使用冲床将金属材料用合适的冲压模具冲压成型，只能做均匀厚度的产品；锻压是将金属材料加热到一定温度然后使用工具锻打成型，可以做壁厚不规则的产品，铝合金和不锈钢都可以处理，产品强度高，另外，锻压工艺可以做各种表面处理，包括喷涂、真空镀、阳极氧化等，表面处理效果更加美观。

锻压的工艺门槛较高，相应的产品价格也较高，如 iphone 手机边框的单价约为 20-25 美元。锻压工艺对模具的要求更高，冲压模具可以加工数千万次，而锻压模具平均约可以锻压加工 1-2 万次，行业最好水平可以锻压约 3 万次，例如捷普主要做后端 CNC 加工，几乎没有锻压加工能力，而富士康的锻压模具也属于行业中的一般水平，约可以加工 10000 次左右，长盈精密可加工 2 万多次，在行业中属于较好的水平。

4.2 与国际巨头竞争、覆盖众多优质客户

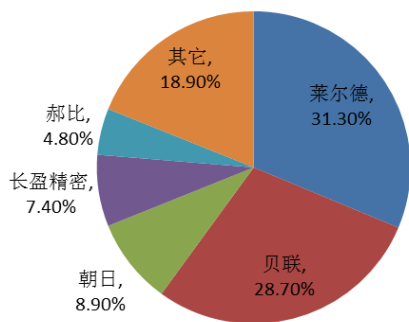
由于公司具备较为先进的核心技术能力，再加上中国大陆的电子产业蓬勃发展，公司在与国际巨头的竞争中占据着一席之地。

赛迪顾问统计数据显示，在中国移动终端电磁屏蔽件市场，莱尔德、贝联、朝日电子及赫比等国外厂商的占有率超过 70%，长盈精密为 7.4%，排名第五，国内厂商第一。

连接器市场上，全球前十大厂商一直为美国、日本、法国、台湾的厂商所占据。中国市场，泰科、安费诺、莫仕等 3 家外资企业占据了中国移动终端和

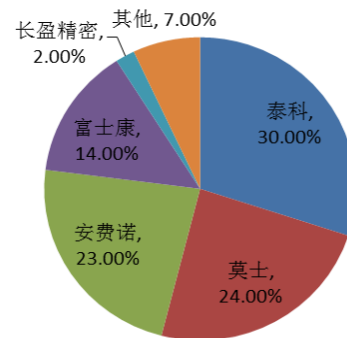
数码产品微小型精密连接器近 80% 的市场份额，国内本土连接器厂商普遍规模不大，实力较弱，长盈精密在中国移动终端和数码产品连接器市场的份额为 2%，已成为国内品牌手机生产企业的主要供应商。

图表 23: 中国移动终端电磁屏蔽件市场份额



资料来源：赛迪顾问，国联证券研究所

图表 24: 中国移动终端连接器市场份额



资料来源：赛迪顾问，国联证券研究所

公司积极开拓国内外知名品牌客户，积累了包括三星、华为、中兴、联想、亚马逊、LG 电子、宇龙酷派等核心优质大客户，并与其建立了良好的合作关系，形成了相对稳定的客户群。2010~2013 年公司向前五名客户销售总额分别为 2.05 亿、5.72 亿、7.76 亿、10.38 亿人民币，分别占公司当期营业收入的 43.09%、73.07%、63.54%、60.14%，大客户比例适中，客户结构良好。

图表 25: 2013 年公司前五大客户的营收及比例

客户名称	主营业务收入 (亿元)	营收占比
三星	5.80	33.63%
华为	2.44	14.13%
中兴	1.07	6.21%
联想	0.58	3.34%
亚马逊	0.49	2.83%
合计	10.38	60.14%

数据来源：公司年报，国联证券研究所

5. 盈利预测

假设:

连接器和屏蔽件公司已耕耘多年,相对比较稳定,主要参照手机的预计增速,其中预计连接器收入增速略低于手机销量的增速,毛利率逐年有所降低,屏蔽件收入的增速参考前两年的情况则更低一些,毛利率参考前两年稳定在39~38%左右,逐年略有降低;

金属结构(外观)件主要看产能,去年初是400台CNC,到去年底是1000台,今年底明年初有可能继续扩到2000台以上,考虑到去年的产能利用率较低,预计今年的增速很可能超过100%,15和16年继续增长70%和40%,毛利率由于规模效应和组件的价值提高而有所上升,从去年的36.91%提高到39%,明后年则逐步下降;

LED精密支架收益行业景气将以较高的速度增长,毛利率则在去年的基础上逐年有所下滑。

图表 26: 分产品盈利预测

报告期(百万元 人民币)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(总计)	476.41	782.60	1221.73	1724.86	2582.51	3622.64	4648.97
增速	73.2%	64.3%	56.1%	41.2%	49.7%	40.3%	28.3%
手机及通讯产品连接器	188.38	326.79	477.17	635.74	807.39	928.50	1049.20
增速	50.6%	73.5%	46.0%	33.2%	27.0%	15.0%	13.0%
手机及移动通信终端金属结构(外观)件	--	119.41	314.40	558.61	1117.22	1899.27	2658.98
增速	--	--	163.3%	77.7%	100.0%	70.0%	40.0%
手机及无线上网卡电磁屏蔽件	206.90	291.25	329.28	372.20	416.86	462.72	508.99
增速	48.0%	40.8%	13.1%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%
LED精密封装支架	35.47	28.04	71.55	117.46	187.94	263.11	342.04
增速	3797.8%	-20.9%	155.2%	64.2%	60.0%	40.0%	30.0%
其他	14.95	17.11	29.33	40.85	53.11	69.04	89.75
增速	65.4%	14.4%	71.4%	39.3%	30.0%	30.0%	30.0%
手机滑轨	30.71	--	--	--	--	--	--
营业利润	177.79	292.35	393.96	555.90	844.26	1201.56	1532.38
增速	70.8%	64.4%	34.8%	41.1%	51.9%	42.3%	27.5%
手机及通讯产品连接器	60.35	98.80	125.77	164.15	201.85	222.84	241.32
手机及移动通信终端金属结构(外观)件	--	62.47	132.03	206.18	435.72	740.72	1023.71
手机及无线上网卡电磁屏蔽件	92.32	124.48	124.31	146.54	162.58	180.46	195.96
LED精密封装支架	4.69	3.39	8.70	18.66	28.19	36.84	44.47
其他	2.21	3.21	3.15	20.37	15.93	20.71	26.92
手机滑轨	18.22	--	--	--	--	--	--
毛利率(平均,%)	37.32	37.36	32.25	32.23	32.69	33.17	32.96
手机及通讯产品连接器(%)	32.03	30.23	26.36	25.82	25.00	24.00	23.00
手机及移动通信终端金属结构(外观)件	--	52.32	42.00	36.91	39.00	39.00	38.50
手机及无线上网卡电磁屏蔽件(%)	44.62	42.74	37.75	39.37	39.00	39.00	38.50
LED精密封装支架(%)	13.21	12.09	12.16	15.89	15.00	14.00	13.00
其他(%)	14.79	18.77	10.73	49.86	30.00	30.00	30.00
手机滑轨(%)	59.34	--	--	--	--	--	--

数据来源: Wind, 国联证券研究所

6. 估值与投资建议

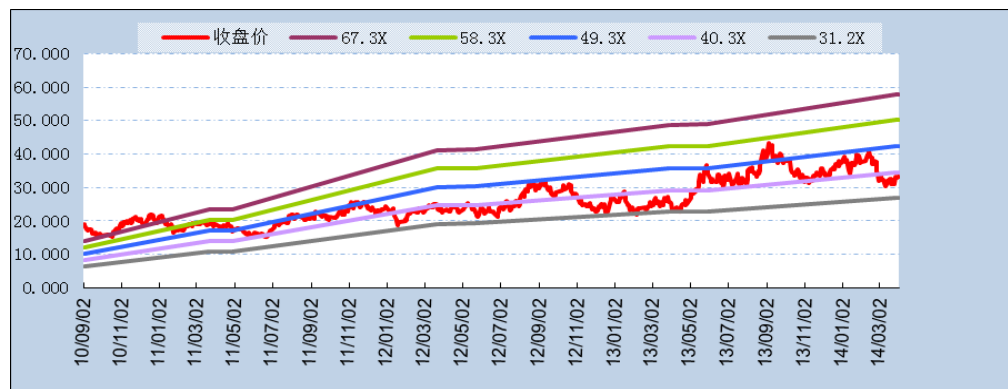
根据上面的分产品盈利预测, 预计 14-16 年净利润为 3.74、5.41、6.96 亿元, 同比增长 66.1%、46.8%、28.8%, EPS 分别为 1.43、2.10 和 2.70 元, 对应目前股价, PE 分别为 23.2、15.8、12.3 倍, 估值低于可比公司平均水平, 同时业绩高速增长, 因此给予 14 年 30 到 33 倍估值, 目标价 43 到 47 元, 给予推荐评级。

图表 27: 可比公司估值

证券代码	证券简称	股价 2014/3/31	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS 2013	EPS 2014E	EPS 2015E	PE 2013	PE 2014E	PE 2015E
300115.SZ	长盈精密	33.10	258.00	85.40	0.86	1.43	2.10	38.52	23.15	15.76
002475.SZ	立讯精密	35.96	547.47	196.87	0.62	1.07	1.57	57.94	33.56	22.87
300083.SZ	劲胜股份	16.80	201.30	33.82	0.63	1.01	1.38	26.67	16.55	12.13
002055.SZ	得润电子	9.74	414.51	40.37	0.30	0.55	0.71	32.47	17.68	13.65
	均值							38.90	22.74	16.10

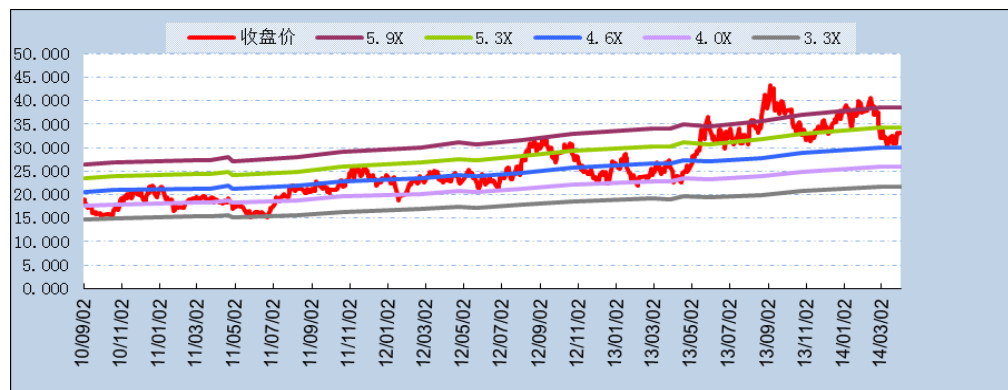
数据来源: Wind, 国联证券研究所

图表 28: 历史 PE



数据来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 历史 PB



数据来源: Wind, 国联证券研究所

7. 风险提示

- (1) 公司管理或执行力不到位。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 14/03/31

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,221.9	1,725.7	2,582.5	3,622.6	4,649.0	现金	249.5	161.1	25.8	217.8	248.5
YOY(%)	56.0%	41.2%	49.6%	40.3%	28.3%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	827.9	1,169.8	1,738.3	2,421.1	3,116.6	应收款项净额	430.4	536.9	997.4	1,154.5	1,607.2
营业税金及附加	9.3	15.0	20.6	28.9	37.1	存货	316.6	386.3	658.1	796.5	1,075.9
销售费用	13.9	21.5	25.7	36.1	46.3	其他流动资产	36.6	56.5	56.5	56.5	56.5
占营业收入比(%)	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	流动资产总额	1,033.1	1,140.7	1,737.8	2,225.4	2,988.1
管理费用	148.2	237.1	345.1	484.0	621.2	固定资产净值	511.5	903.3	879.3	761.9	644.4
占营业收入比(%)	12.1%	13.7%	13.4%	13.4%	13.4%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	223.0	277.4	451.0	650.7	825.9	固定资产净额	511.5	903.3	879.3	761.9	644.4
财务费用	3.0	19.6	14.0	7.9	-2.4	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.2%	1.1%	0.5%	0.2%	-0.1%	在建工程	278.3	93.5	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	8.6	7.8	7.2	7.2	7.2	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	1.3	0.1	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	789.8	996.8	879.3	761.9	644.4
营业利润	212.4	255.0	431.7	637.4	823.0	无形资产	71.8	76.8	75.7	74.7	73.7
营业外净收入	9.5	8.3	8.0	8.0	8.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	221.9	263.3	439.7	645.5	831.1	其他长期资产	59.2	45.9	24.1	2.3	2.3
所得税	30.6	36.0	66.0	96.8	124.7	资产总额	1,953.8	2,260.2	2,717.0	3,064.3	3,708.5
所得税率(%)	13.8%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	201.5	203.2	294.7	0.0	0.0
净利润	191.3	227.3	373.8	548.6	706.4	应付款项	220.5	288.7	345.6	534.9	596.4
占营业收入比(%)	15.7%	13.2%	14.5%	15.1%	15.2%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	3.8	5.6	5.5	8.1	10.4	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	187.5	221.7	368.3	540.5	696.0	流动负债	422.0	491.9	640.3	534.9	596.4
YOY(%)	17.9%	18.2%	66.1%	46.8%	28.8%	长期借款	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
EPS (元)	0.73	0.86	1.43	2.10	2.70	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	426.1	501.3	649.7	544.4	605.9
成长能力						少数股东权益	37.0	72.5	78.0	86.1	96.6
营业收入	56.0%	41.2%	49.6%	40.3%	28.3%	股东权益	1,527.7	1,758.8	2,067.2	2,519.9	3,102.7
营业利润	19.4%	20.1%	69.3%	47.7%	29.1%	负债和股东权益	1,953.8	2,260.2	2,717.0	3,064.3	3,708.5
净利润	17.9%	18.2%	66.1%	46.8%	28.8%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	32.2%	32.2%	32.7%	33.2%	33.0%	税后利润	191.3	227.3	373.8	548.6	706.4
净利率(%)	15.7%	13.2%	14.5%	15.1%	15.2%	加: 少数股东损益	3.8	5.6	5.5	8.1	10.4
ROE(%)	12.6%	13.1%	18.5%	22.2%	23.2%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	11.4%	12.3%	16.6%	21.2%	22.3%	折旧和摊销	49.0	151.4	133.1	133.1	111.2
偿债能力						营运资金的变动	(90.5)	(69.8)	(663.7)	(100.6)	(675.4)
流动比率	244.8%	231.9%	271.4%	416.0%	501.0%	经营活动现金流	149.8	308.9	(156.9)	581.1	142.3
速动比率	161.1%	141.9%	159.8%	256.5%	311.1%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	21.8%	22.2%	23.9%	17.8%	16.3%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						固定资产投资	(547.8)	(309.2)	6.8	6.8	6.8
总资产周转率	62.5%	76.4%	95.1%	118.2%	125.4%	投资活动现金流	(547.8)	(309.2)	6.8	6.8	6.8
应收账款周转天数	123.6	110.3	136.4	112.9	122.2	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	139.6	120.5	138.2	120.1	126.0	长期贷款的增加/(减少)	(74.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.73	0.86	1.43	2.10	2.70	股利分配	17.2	25.8	65.4	96.0	123.6
每股净资产	5.78	6.54	7.71	9.43	11.65	计入循环贷款前融资活动	(18.4)	(39.9)	(76.6)	(101.2)	(118.5)
估值比率						循环贷款的增加(减少)	126.9	(21.0)	91.5	(294.7)	(0.0)
P/E	45.6	38.5	23.2	15.8	12.3	融资活动现金流	108.5	(60.9)	14.8	(395.9)	(118.5)
P/B	5.7	5.1	4.3	3.5	2.8	现金净变动额	(290.7)	(66.0)	(135.2)	192.0	30.6

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。